

국도화학(007690/KS)

이렇게 쌀 필요까지 있을까

매수(유지)

T.P 100,000 원(유지)

Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

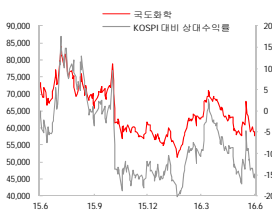
Company Data

자본금	291 억원
발행주식수	581 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,347 억원
주요주주	
뉴서울화공(외2)	22.90%
Nippon Steel Chemical Co.,Ltd	22.38%
외국인지분률	35.80%
배당수익률	2.60%

Stock Data

주가(16/06/26)	57,600 원
KOSPI	1925.24 pt
52주 Beta	1.12
52주 최고가	84,000 원
52주 최저가	51,400 원
60일 평균 거래대금	14 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.5%	0.1%
6개월	-5.3%	-2.0%
12개월	-21.3%	-14.8%

2분기 영업이익은 175 억원으로서 컨센서스와 크게 다르지 않은 수준을 예상함. 높은 실적 수준은 이어지지만 성수기 대비 증익폭은 크지 않은 셈인데, 에폭시 가격 하락 및 spread 축소의 압박이 있을 것으로 추정함. 다만 현재 동사 주가의 관건은 분기 실적이 아님. 연간 6~700 억원의 영업이익을 창출하는 글로벌 메이저/순현금 기업이 PBR 이 1 배에도 미치지 못한다는 것은 심한 저평가임

2Q16 preview: 영업이익 175 억원 추정

6/24 기준 컨센서스 151 억원과 대동소이한 실적 수준을 추정함. QoQ +5.0%, YoY -24.4%에 해당함. 전반적으로 호실적은 유지되고 있지만 성수기 기대감 대비로 증익 폭은 크지 않았음. 원인은 원재료 BPA, ECH가 상승한 반면 에폭시는 소폭 가격이 하락했고, 경쟁사 물량 증대도 있었기 때문임

분기실적은 모르겠고 일단 VALUATION

사실 현재 정도의 주가 수준이면 분기 실적을 체크하는 것보다 valuation merit 를 높게 타진할 때임. 16년 기준 PER 8.0 배, PBR 0.8 배에 불과함. 동사는 16년 말에는 부채비율 53.1%, 순현금 구조에 진입할 것으로 예상될 만큼 재무여력도 우수하고, 2005년 이후 capacity 를 4 배 가까이 증설하면서 글로벌 에폭시 top 2 로 진입한 상황이라는 것도 감안해야 함. 필요 이상으로 쌀

목표주가 100,000 원 / 투자의견 매수 유지

목표주가에는 유동성 부족에 따른 discount 10%도 반영시킨 결과물임. 영업이익이 꾸준히 연간 6~700 억원이 유지되는 글로벌 메이저/순현금 기업의 회사가 PBR 1x 도 미치지 못하기에 일단 valuation 부터 정상화 과정이 있을 것임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	911.9	978.0	1,011.9	830.4	719.7	643
yoy	%	8.4	7.2	3.5	(17.9)	(13.3)	-1.1
영업이익	십억원	40.6	31.5	78.0	63.0	64.3	39
yoy	%	0.0	(22.2)	147.1	(19.2)	2.1	7.6
EBITDA	십억원	52.0	44.7	91.9	78.2	79.5	45
세전이익	십억원	40.8	29.1	74.2	61.1	62.8	53
순이익(지배주주)	십억원	31.0	20.3	55.9	46.2	48.1	41
영업이익률%	%	4.4	3.2	7.7	7.6	8.9	6.1
EBITDA%	%	5.7	4.6	9.1	9.4	11.0	7.0
순이익률	%	4.5	3.0	7.3	7.4	8.7	6.4
EPS	원	5,335	3,495	9,618	7,956	8,281	7,067
PER	배	10.4	11.8	6.2	8.0	7.6	5.8
PBR	배	0.9	0.6	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	6.6	6.2	4.0	3.9	3.4	4.7
ROE	%	9.1	5.6	14.1	10.6	10.3	11.2
순차입금	십억원	23	38	20	(61)	(102)	-26
부채비율	%	62.8	68.2	58.2	53.1	48.8	51.5

2Q16 preview

(단위: 십억원)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	Y-Y	Q-Q	컨센서스	차이(a/b)
매출액	270.2	258.2	238.7	240.8	221.7	(18.0)	(7.9)	250.6	(11.5)
영업이익	23.2	21.6	15.8	16.7	17.5	(24.4)	5.0	15.1	16.3
세전이익	22.9	19.7	15.1	16.6	16.8	(26.6)	1.2	12.1	39.2
지배순이익	16.6	15.2	12.0	12.2	12.9	(22.8)	5.7	8.8	45.3
영업이익률	8.6	8.4	6.6	6.9	7.9	(0.7)	1.0	6.0	1.9
세전이익률	8.5	7.6	6.3	6.9	7.6	(0.9)	0.7	4.8	2.8
지배주주순이익률	6.2	5.9	5.0	5.1	5.8	(0.4)	0.7	3.5	2.3

자료: 국도화학, SK 증권

연간실적추정 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	1,011.9	829.5	652.4	1,011.9	830.4	719.7	0.0%	0.1%	10.3%
YoY %	3.5%	-18.0%	-21.3%	3.5%	-17.9%	-13.3%			
영업이익	78.0	67.6	69.3	78.0	63.0	64.3	0.0%	-6.7%	-7.1%
YoY %	147.1%	-13.4%	2.5%	147.1%	-19.2%	2.1%			
EBITDA	91.9	123.2	124.9	91.9	78.2	79.5	0.0%	-36.6%	-36.4%
YoY %	105.7%	34.1%	1.4%	105.7%	-14.9%	1.7%			
순이익	55.9	50.0	51.1	55.9	46.2	48.1	0.0%	-7.5%	-5.8%
YoY %	175.2%	-10.6%	2.2%	175.2%	-17.3%	4.1%			

자료: 국도화학, SK 증권

분기실적추정 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E
매출액	238.7	194.1	155.8	163.0	221.7	198.1	169.9	179.8	-7.1%	2.0%	9.1%	10.3%
YoY %	-11.7%	-24.8%	-34.8%	-32.3%	-18.0%	-23.3%	-28.8%	-25.3%				
QoQ %	-0.9%	-18.7%	-19.8%	4.6%	-7.9%	-10.7%	-14.2%	5.8%				
영업이익	18.1	18.9	13.9	15.5	17.5	16.0	12.8	13.8	-3.0%	-15.6%	-7.8%	-11.1%
YoY %	-22.1%	-12.2%	-12.1%	-6.9%	-24.4%	-25.9%	-18.9%	-17.5%				
QoQ %	8.5%	4.8%	-26.7%	11.7%	5.0%	-8.8%	-20.0%	7.7%				
EBITDA	32.0	32.9	27.8	29.4	21.3	19.8	16.6	17.6	-33.3%	-39.8%	-40.4%	-40.3%
YoY %	20.1%	30.9%	-6.4%	-3.8%	-20.0%	-21.2%	-44.2%	-14.3%				
QoQ %	4.6%	2.7%	-15.4%	5.8%	4.1%	-7.2%	-16.2%	5.9%				
순이익	13.2	14.0	10.1	11.3	12.9	11.8	9.4	10.2	-2.9%	-15.5%	-6.4%	-10.2%
YoY %	-20.5%	-8.0%	-16.1%	-10.9%	-22.8%	-22.2%	-21.5%	-16.2%				
QoQ %	4.0%	5.5%	-27.8%	12.6%	5.7%	-8.3%	-20.0%	8.1%				

자료: 국도화학, SK 증권

ROE & PBR Valuation

항목		2015	1Q17E	1Q18E	1Q19E	1Q20E
ROE(지배주주지분)	9.6%	14.1%	9.7%	10.3%	9.5%	9.5%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	9.6%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.5%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.39					
1Q17E BPS(지배주주지분)	83,792					
Target Price	104,566					

자료: 국도화학, SK 증권

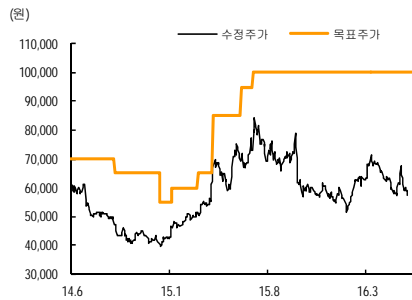
PER Valuation Sensitivity

	2015	1Q17E	1Q18E	1Q19E	1Q20E						
EPS(지배주주지분)	9,618	7,616	8,797	8,826	9,601						
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10						
Weighted EPS	8,293										
1Q17E EPS	7,616										
1Q18E EPS	8,797										
Multiple	7.0	8.0	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0	
TP by weighted EPS	58,048	66,341	74,634	82,926	91,219	99,511	107,804	116,097	124,389	132,682	
TP by 1Q17E EPS	53,312	60,927	68,543	76,159	83,775	91,391	99,007	106,623	114,239	121,855	
TP by 1Q18E EPS	61,580	70,378	79,175	87,972	96,769	105,567	114,364	123,161	131,958	140,755	

자료: 국도화학, SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.06.27	매수	100,000원
2016.04.25	매수	100,000원
2016.03.27	매수	100,000원
2016.02.01	매수	100,000원
2016.01.05	매수	100,000원
2015.10.28	매수	100,000원
2015.09.30	매수	100,000원
2015.07.27	매수	100,000원
2015.06.29	매수	95,000원
2015.04.29	매수	85,000원
2015.03.29	매수	65,000원
2015.01.30	매수	60,000원
2015.01.06	매수	55,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 6월 27일 기준)

매수	96.13%	중립	3.87%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	372.6	396.2	404.5	445.2	493.5
현금및현금성자산	9.6	32.2	148.1	188.8	228.2
매출채권및기타채권	174.9	193.8	136.5	136.4	142.3
재고자산	102.2	94.0	65.4	65.3	68.1
비유동자산	264.9	285.0	297.5	296.8	296.9
장기금융자산	22.7	31.5	40.0	40.0	40.0
유형자산	234.9	246.3	250.3	249.5	249.6
무형자산	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
자산총계	637.4	681.3	702.1	742.0	790.4
유동부채	184.3	209.1	201.4	201.3	204.5
단기금융부채	76.2	92.8	106.9	106.9	106.9
매입채무 및 기타채무	100.4	94.4	74.2	74.2	77.4
단기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	74.1	41.4	42.2	42.2	42.2
장기금융부채	46.4	11.9	12.8	12.8	12.8
장기매입채무 및 기타채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	258.4	250.6	243.5	243.5	246.7
지배주주지분	370.0	421.2	449.2	489.2	534.4
자본금	29.1	29.1	29.1	29.1	29.1
자본잉여금	46.2	46.2	46.2	46.2	46.2
기타자본구성요소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	293.1	343.1	372.3	412.3	457.6
비지배주주지분	9.0	9.5	9.3	9.3	9.3
자본총계	379.1	430.7	458.5	498.5	543.7
부채외자본총계	637.4	681.3	702.1	742.0	790.4

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	15.9	67.4	140.2	83.2	82.3
당기순이익(손실)	20.9	56.3	46.8	48.7	54.0
비현금성항목등	25.4	35.8	34.0	34.5	34.5
유형자산감가상각비	13.1	13.9	15.1	15.1	15.1
무형자산감각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(12.3)	(21.9)	(18.9)	(19.3)	(19.3)
운전자본감소(증가)	(21.8)	(19.6)	65.3	0.1	(6.2)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(11.0)	(19.1)	57.5	0.1	(5.9)
재고자산감소(증가)	(7.0)	8.2	28.6	0.0	(2.8)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1.8	(4.3)	(19.6)	(0.0)	2.5
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세납부	8.2	17.9	17.1	17.1	17.1
투자활동현금흐름	(34.6)	(18.3)	(4.3)	(14.4)	(15.3)
금융자산감소(증가)	(15.1)	(0.5)	10.5	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(20.1)	(17.9)	(14.8)	(14.4)	(15.3)
무형자산감소(증가)	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	0.5	0.1	(0.1)	0.0	0.0
재무활동현금흐름	16.6	(26.6)	(1.2)	(8.7)	(8.7)
단기금융부채증가(감소)	13.3	(23.6)	14.2	0.0	0.0
장기금융부채증가(감소)	9.3	2.9	2.1	0.0	0.0
자본의증가(감소)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	5.9	6.0	17.4	8.7	8.7
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	(2.0)	22.6	116.3	40.8	39.3
기초현금	11.2	9.2	31.7	148.1	188.8
기말현금	9.2	31.7	148.1	188.8	228.2
FCF	(1.0)	69.0	116.0	50.7	48.6

자료 : 국도화학 SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	978.0	1,011.9	830.4	719.7	763.4
매출원가	892.1	873.3	710.9	606.4	641.1
매출총이익	85.8	138.6	119.5	113.3	122.4
매출총이익률 (%)	8.8	13.7	14.4	15.7	16.0
판매비외관리비	54.3	60.6	56.5	49.0	51.9
영업이익	31.5	78.0	63.0	64.3	70.4
영업이익률 (%)	3.2	7.7	7.6	8.9	9.2
비영업손익	(2.5)	(3.8)	(2.0)	(1.5)	(0.8)
순금융비용	3.0	3.2	2.9	3.4	4.1
외환관련손익	(1.1)	(2.8)	(0.1)	0.0	0.0
관계기업투자등 관련손익	(0.2)	(0.2)	(0.0)	0.0	0.0
세전계속사업이익	29.1	74.2	61.1	62.8	69.6
세전계속사업이익률 (%)	3.0	7.3	7.4	8.7	9.1
계속사업법인세	8.2	17.9	14.3	14.1	15.7
계속사업이익	20.9	56.3	46.8	48.7	54.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*법인세효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	20.9	56.3	46.8	48.7	54.0
순이익률 (%)	2.1	5.6	5.6	6.8	7.1
지배주주	20.3	55.9	46.2	48.1	53.3
지배주주귀속 순이익률(%)	2.1	5.5	5.6	6.7	7.0
비지배주주	0.6	0.4	0.6	0.6	0.6
총포괄이익	22.3	57.6	45.4	48.7	54.0
지배주주	21.5	57.0	45.0	48.1	53.3
비지배주주	0.8	0.6	0.4	0.6	0.6
EBITDA	44.7	91.9	78.2	79.5	85.6

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	7.2	3.5	(17.9)	(13.3)	6.1
영업이익	(22.2)	147.1	(19.2)	2.1	9.4
세전계속사업이익	(28.6)	155.1	(17.7)	2.9	10.8
EBITDA	(14.1)	105.7	(14.9)	1.7	7.6
EPS(계속사업)	(34.5)	175.2	(17.3)	4.1	10.8
수익성 (%)					
ROE	5.6	14.1	10.6	10.3	10.4
ROA	3.4	8.5	6.8	6.7	7.0
EBITDA마진	4.6	9.1	9.4	11.0	11.2
안정성 (%)					
유동비율	202.2	189.5	200.9	221.2	241.3
부채비율	68.2	58.2	53.1	48.8	45.4
순차입금/자기자본	10.0	4.6	(13.2)	(20.4)	(25.9)
EBITDA/이자비용(배)	(3.2)	23.9	(3.0)	0.3	1.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,495	9,618	7,956	8,281	9,177
BPS	68,093	77,227	82,018	88,898	96,686
CFPS	6,166	12,578	10,919	11,188	11,998
주당 현금배당금	1,000	1,500	1,500	1,500	1,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	11.8	6.2	8.0	7.6	6.9
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	0.8	0.8	0.7	0.7
PBR(최저)					
PCR	6.7	4.7	5.8	5.7	5.3
EV/EBITDA(최고)	6.2	4.0	3.9	3.4	4.3
EV/EBITDA(최저)	3.1	5.4	6.9	6.7	5.8